

## Un modesto tentativo verso parità fisse\*

1. - L'esperienza degli ultimi dieci anni ha molto deluso tutti coloro, incluso chi scrive, i quali pensavano che i cambi fluttuanti avrebbero ridotto l'inflazione, la disoccupazione e gli squilibri delle bilance dei pagamenti. Per di più le fluttuazioni giornaliere dei tassi di cambio sono di recente divenute così brusche da addossare alle imprese rischi non congeniali alla loro attività. E poco importa che l'insuccesso dei cambi fluttuanti sia da attribuire al continuo intervento sul mercato da parte delle autorità monetarie nazionali, oppure a errate direttive, a eventi esterni quali lo scoppio della crisi petrolifera, o a tassi differenziali di inflazione.

Secondo alcuni la spiegazione può in parte trovarsi nella quasi mancanza di una concertata azione a livello internazionale e nell'assenza di una volontà politica di controllare la fluttuazione con decisioni internazionali e con un miglior coordinamento delle politiche dei tassi di cambio e dei tassi di interesse.

Ci si è sempre resi conto che la libera fluttuazione dei cambi non riuscirebbe a risolvere simultaneamente né i problemi della liquidità, derivanti da squilibri esterni di natura temporanea e reversibili, né quelli di aggiustamento provenienti da squilibri fondamentali. La speculazione privata non è riuscita a svolgere quel ruolo stabilizzatore che tutti si attendevano. D'altra parte, il deprezzamento di una moneta come strumento di aggiustamento si è dimostrato inadeguato a causa dei suoi effetti inflazionistici e della esistenza in certi paesi di strumenti di indicizzazione monetaria. La rivalutazione è riuscita invece in molti casi a contenere la pressione inflazionistica esterna, ma non sempre a ripristinare l'equilibrio delle bilance dei pagamenti.

---

\* Traduzione della memoria presentata al "Securities Group" di New York il 1° marzo 1981.

Questo senso di insoddisfazione circa il funzionamento dei cambi fluttuanti è stato uno dei motivi per il movimento in Europa verso l'integrazione monetaria regionale, iniziata nei primi anni '70, che ha condotto alla creazione del Sistema Monetario Europeo.

2. - La necessità di adottare tassi di cambio più stabili, o addirittura parità fisse, sta divenendo più pressante. In particolare, le parità fisse sono considerate uno strumento migliore dei cambi fluttuanti per costringere le autorità nazionali a seguire corrette politiche economiche e ad attenersi alla disciplina monetaria.

Alcuni ritengono che un ritorno all'oro, cioè ad un sistema internazionale sul quale le singole autorità nazionali non abbiano alcun controllo, risolverebbe il problema dopo dieci anni di errori ed incertezze. Altri pensano invece che l'oro non apparirà più all'ordine del giorno della trattativa monetaria e che un riesame del problema lungo questa direttrice è oggi irrealizzabile. Il prezzo dell'oro è stato troppo incostante per divenire nuovamente un parametro fisso di valori al quale le monete potrebbero essere ancorate e nel quale potrebbero essere rese convertibili con un certo durevole grado di fiducia.

Altri ancora vedono nel "diritto speciale di prelievo" o meglio in un perfezionato DSP, un sistema appropriato a tal fine. Ma si tratta di una prospettiva a lungo termine, poiché il DSP rappresenta ancora una piccola frazione della liquidità internazionale e il "conto di sostituzione" — che avrebbe notevolmente contribuito a migliorarlo — è stato messo da parte.

Qualunque sia il sistema — oro o DSP — non bisogna nuovamente trascurare che esso dovrà essere non solo un comune denominatore delle monete, ma anche un mezzo di conservazione del valore. Un motivo non insignificante del crollo del sistema oro-dollaro nel regime di Bretton Woods fu il rifiuto di rendere effettive le clausole degli statuti del Fondo Monetario Internazionale riguardanti le variazioni uniformi delle parità.

3. - In vista delle incertezze esistenti quanto al futuro di un possibile ritorno ad un sistema di parità basato su uno standard internazionale, potremmo considerare alcuni passi intermedi che non pregiudichino la scelta finale.

Se convenissimo che:

— l'obiettivo da raggiungere è la convertibilità a cambio fisso delle monete nazionali possedute da non residenti nell'ambito di un sistema monetario internazionale accettabile e che questo obiettivo non potrà essere raggiunto se non gradualmente;

— la scelta del sistema deve, per il momento, essere lasciata aperta a decisioni future;

— la scelta deve essere effettuata solo quando l'inflazione verrà ridotta a proporzioni controllabili e quando i differenziali di inflazione tra paesi industrializzati siano scomparsi;

— nel frattempo dobbiamo accrescere il ruolo sia dei DSP sia dell'oro;

gli obiettivi intermedi potrebbero allora essere i seguenti:

— graduale stabilizzazione dei tassi di cambio;

— graduale stabilizzazione del prezzo dell'oro;

— mobilitazione dell'oro, che è attualmente un'attività assai illiquida, da realizzarsi di pari passo con un suo crescente ruolo monetario e con il crescente ruolo dei DSP.

Il conseguimento dei suddetti obiettivi intermedi è di per sé auspicabile, indipendentemente dall'obiettivo finale, poiché introdurrebbe nel sistema un grado di stabilità utile al miglioramento dei rapporti economici all'interno della comunità internazionale.

4. - La stabilizzazione graduale dei tassi di cambio, data l'esistenza di tre principali e distinte zone monetarie (CEE, dollaro, yen), le cui valute fluttuano liberamente l'una nei confronti dell'altra, può essere conseguita soltanto nel quadro di un accordo monetario tripartito.

Fasce flessibili di fluttuazione potrebbero essere concordate tra le tre principali valute (ECU, dollaro, yen) possibilmente dopo l'ingresso del Regno Unito nel Sistema monetario europeo. I margini potrebbero essere fissati, ad esempio, intorno al 10 per cento al di sopra e al di sotto di un tasso centrale di "equilibrio". I margini stessi potrebbero essere progressivamente ristretti. I margini dovrebbero essere difesi da interventi sul mercato, utilizzando, in aggiunta alle riserve in valuta, i ricavi dei *swaps* tra banche centrali, i prelievi dal

Fondo Monetario Internazionale, i DSP, i ricavi di vendite di oro, e così via. Il tasso centrale potrebbe essere modificato di comune accordo in presenza di uno squilibrio fondamentale e possibilmente entro i margini di fluttuazione. In questo contesto, potrebbe essere presa in considerazione una soglia di divergenza del tipo di quella adottata nello SME.

La stabilizzazione dei tassi di cambio, per avere successo, deve essere accompagnata da uno stretto coordinamento delle politiche dei tassi di interesse. Nel 1980, il "prime rate" negli Stati Uniti ha oscillato dal 20% in aprile al 10% in giugno, superando il 20% alla fine dell'anno. Un tasso così alto produce chiaramente effetti depressivi per il complesso dell'economia mondiale (la produzione USA rappresenta quasi il 40% della produzione complessiva del mondo industrializzato) non tanto in forza del suo livello in termini nominali, quanto piuttosto per via di una divergenza significativa con il tasso di inflazione. Gli Stati Uniti hanno attualmente un tasso reale di interesse più alto di quello della maggioranza dei paesi industrializzati. Poiché la Germania e altri paesi seguiranno presumibilmente la stessa strada, restringendo la liquidità, l'influenza depressiva degli alti tassi reali finirà con il diffondersi.

5. - La stabilizzazione del prezzo dell'oro è un pre-requisito necessario alla sua rimonetizzazione, se tale sviluppo sarà ritenuto desiderabile. Ma ha un certo valore in sé stessa.

L'esperienza del "pool dell'oro" negli anni '60 è un modello di stabilizzazione da evitare. In ogni caso essa non può oggi essere seguita, poiché condizioni del tutto diverse (non c'è un prezzo ufficiale dell'oro) rendono impossibile operare nella stessa maniera. Il principio di tale modello era quello di considerare il prezzo ufficiale di 35 dollari l'oncia come il "vero" prezzo che doveva essere difeso sul mercato.

Qualsiasi metodo di stabilizzazione deve evitare, almeno inizialmente, l'insidia che consiste nel predeterminare il livello al quale il prezzo dell'oro sarà fissato. Una delle procedure da impiegare potrebbe essere la seguente:

a) la Banca dei Regolamenti Internazionali, nella qualità di agente di un certo numero di banche centrali, si dichiara pronta ad acquistare e venderò oro contro dollari a margini rispettivamente al di sotto o al di sopra di un prezzo centrale corrispondente alla

media dei prezzi di mercato registrati, diciamo, nei tre precedenti "fixings";

b) la media dei tre "fixings" dovrebbe essere progressivamente estesa a 30 "fixings" o più nel corso dei mesi successivi;

c) l'oro acquistato e venduto dovrebbe essere consegnato alle o fornito dalle banche centrali partecipanti al programma di stabilizzazione in proporzione alle loro riserve auree.

Qualsiasi tendenza al rialzo o al ribasso del prezzo di mercato dell'oro sarà così progressivamente attenuata. Successivamente, una volta identificato un appropriato livello del prezzo dell'oro, i prezzi di intervento potrebbero essere modificati, a prescindere dalle medie dei prezzi di mercato innanzi indicate.

6. - L'oro è attualmente un'attività ampiamente illiquida. In caso di bisogno, le banche centrali, al fine di finanziare i deficit delle bilance dei pagamenti, non possono vendere oro sul mercato, tranne che per quantità estremamente modeste, senza deprimere pesantemente il prezzo. Come l'Italia ha fatto in passato, l'oro può essere usato come garanzia per ottenere prestiti, ma a costo di danneggiare, entro certi limiti, la reputazione e l'immagine verso l'esterno.

Un tentativo di rendere l'oro maggiormente utilizzabile per scopi monetari è stato effettuato nella Comunità Economica Europea mediante la creazione degli ECU che vengono emessi contro deposito, con scadenza a tre mesi, di una certa percentuale delle riserve in oro e dollari dei paesi membri.

Operando su linee analoghe, l'oro potrebbe essere fatto rientrare nel circuito monetario internazionale. Alcuni obiettivi dell'ormai defunto "conto di sostituzione" potrebbero anche essere realizzati nel corso del tempo iniettando nel meccanismo dollari in aggiunta all'oro. Una possibile linea di azione potrebbe essere la seguente.

Ogni futura assegnazione di DSP potrebbe essere subordinata alla condizione che il paese assegnatario accetti dal Fondo un ammontare addizionale di DSP, pari ad esempio al doppio dell'assegnazione, in contropartita di un equivalente importo di oro e dollari (metà e metà) depositati presso il Fondo con scadenza trimestrale

rinnovabile. Alla scadenza dell'operazione l'ammontare di oro e dollari depositati presso il Fondo contro DSP verrebbe adeguato ai nuovi prezzi di mercato.

Alcuni membri del FMI — ma ciò non sembra probabile che accada — potranno non accettare di scambiare oro e dollari contro una distribuzione addizionale di DSP; in questo caso essi non avrebbero diritto a ricevere l'assegnazione di base. Le quantità non assegnate di DSP verrebbero ripartite tra gli altri membri del FMI, sempre in proporzione alle loro quote, alla stessa condizione e cioè che essi diano oro e dollari in cambio del doppio dell'ammontare assegnato.

Nel corso del tempo, non appena i tassi di cambio e i prezzi dell'oro diverranno più stabili grazie al proposto accordo tripartito e all'intervento della BRI, le transazioni DSP-oro/dollari condotte su basi di deposito potrebbero essere trasformate in vendite dirette di DSP da parte del FMI ai paesi membri contro oro e dollari. Inoltre il rapporto di 1 a 2 tra assegnazione e vendita di DSP potrebbe essere modificato in favore di quest'ultima.

7. - Iniziative successive sono al momento difficili a prevedersi. L'evoluzione del sistema monetario internazionale potrebbe muoversi nuovamente verso parità fisse o fermarsi a questo stadio per un lungo periodo di tempo. Anche in questo caso si raggiungerebbero risultati considerevoli: tassi di cambio più stabili, stabilizzazione del prezzo dell'oro, mobilitazione dell'oro per scopi monetari, potenziamento del ruolo dei DSP.

Ne deriverebbe nel frattempo un miglior coordinamento tra la CEE e gli USA, particolarmente nel campo della politica dei tassi di interesse.

RINALDO OSSOLA